

**TEKAS PROJE TEKNOLOJİ YATIRIMLARI  
İNŞAAT DANIŞMANLIK A.Ş.**

**30.06.2018 tarihi itibariyle değerlendirme  
raporu**

# İÇİNDEKİLER

- A. YÖNETİCİ ÖZETİ
- B. KAPSAM VE REFERANS ŞARTLARI
- C. GENEL BİLGİLER
- D. EKONOMİK ANALİZ
- E. SEKTÖR ANALİZİ
- F. DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI VE YÖNTEMLERİ
- G. FİNANSAL TABLOLAR
- H. DEĞERLEME ÇALIŞMASI
- I. GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

## KISALTMALAR

TEKAŞ   Şirket	Tekaş Proje Teknoloji Yat. İnş. Danışmanlık Ticaret Anonim Şirketi	Mn   Mio	Milyon
A.Ş.	Anonim Şirket	MODV	Maddi Olmayan Duran Varlıklar
Değerleme Şirketi	Erta Bağımsız Denetim ve YMM Ltd.Şti.	OECD	Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
AB	Avrupa Birliği	NOPLAT	Düzeltilmiş Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı
ABD\$   \$   USD	Amerikan Doları	PD	Piyasa Değeri
€   Euro	Avro	PD/DD	Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	SMM	Satılan Mal Maliyeti
A.Ş.	Anonim Şirketi	SGK	Sosyal Güvenlik Kurumu
BİST	Borsa İstanbul A.Ş.	SGP	Satın alma Gücü Paritesi
CF   FCF	Serbest Nakit Akımı	SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
FVÖK	Faiz ve Vergi Öncesi Kar	TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
FAVÖK	Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar	TL	Türk Lirası
F/FAVÖK	Fiyat / Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar	TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	TFRS	Türkiye Finansal Raporlama Standartları
KDV	Katma Değer Vergisi	TMS	Türkiye Muhasebe Standartları
MDV	Maddi Duran Varlıklar	YMM	Yeminli Mali Müşavirlik
FED	Amerikan Merkez Bankası		
ECB	Avrupa Merkez Bankası		

# YÖNETİCİ ÖZETİ

## TEKAS PROJE TEKNOLOJİ YATIRIMLARI İNŞAAT DANIŞMANLIK A.Ş.

Yönetim Kurulu'na

Tektaş Proje Teknoloji Yat. İnş. Danışmanlık A.Ş. 'nin Yönetim Kurulu tarafından Tektaş Proje Teknoloji Yat. İnş. Danışmanlık A.Ş.'nin ("Şirket") 30 Haziran 2018 tarihi itibarıyla piyasa değerinin belirlenmesi için görevlendirilmiş bulunmaktayız. Bu değerlendirme raporu ("Rapor") Şirket Yönetimi'nin bize temin ettiği bilgiler doğrultusunda ve kamuya mal olmuş / genel olarak bilinen bilgiler ve / veya yan kaynaklardan elde edilen sözlü ve yazılı bilgiler göz önünde bulundurularak hazırlanmıştır.

Bu Rapor ve içinde yer alan veriler sadece bilgi amacıyla hazırlanmış olup bütün bir görüş oluşturulması açısından ilerleyen sayfalarla birlikte Rapor'un tamamının incelenmesi önerilmektedir. Değerleme raporumuz Şirket'in piyasa değerinin belirlenmesi amacı ile sınırlıdır. Şirket Yönetim Kurulu dışında, bizim yazılı iznimiz olmadan, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz veya içerdiği bilgilere referans verilemez ve kamuya açıklanamaz. Bu Rapor'un muhatabı Tektaş A.Ş. Yönetim Kurulu'dur. Bulgularımızın, Şirket için üçüncü şahıslar tarafından yapılabilecek tekliflerin kabulü ya da reddi doğrultusunda, öneri veya tavsiye teşkil etmediği dikkate alınmalıdır.

# GİRİŞ – Kapsam ve Referans Şartları

Praxity™  
GLOBAL ALLIANCE OF  
INDEPENDENT FIRMS

## Raporun amacı

Bu raporun amacı Tektaş Proje Teknoloji Yat. İnş. Danışmanlık A.Ş. hakkında değerlendirme verileri sunmaktır.

## Yapılan çalışma ve dayanak

Yapmış olduğumuz değerlemenin dönemi 30.06.2018 tarihi itibarıyla hazırlanan mali tablolar üzerinden yapılmıştır. Raporumuzu hazırlarken dikkate alınmış olan ilk veri şirketin onaylanmış mali tabloları olup, ilgili mali tablolar tarafımızdan gözden geçirilmiştir. Ayrıca değerlendirme çalışmamıza dayanak olacak yönetim tarafından sunulan bilgiler, beyanlar ve tahminler dikkate alınmıştır. Tarafımıza sunulan tüm yasal kayıtlar, bilgiler ve belgeler üzerinde herhangi bir sorumluluğumuz olmadığı gibi ortaya çıkabilecek herhangi bir hata ya ilişkin hiçbir sorumluluğu kabul etmemekteyiz. Yapılan analizler ve bunlardan elde edilen sonuçlar - bu raporda belirtilen belirli varsayımların ve koşulların sınırları dahilinde - doğru ve doğrudur. Yapılan değerlendirme çalışması 30.06.2018 tarihli değerlendirme olup rapor tarihi 05.08.2018'dir. Değerlemeye ilişkin yapılan çalışmaların güncel tarihli olması tavsiye edilmekte olup, tarafımızdan yapılan çalışma yönetimin isteği doğrultusunda 30/06.2018 tarihi itibarıyla yapılmıştır.

Değerleme çalışmaları genel kabul görmüş denetim ilke ve standartlarına uygun olarak denetim veya inceleme çalışmalarını içermez. Şirketten ve ilgili yöneticilerden alınan tarihsel ve tahmini bilgi ve belgelerin doğru olduğu ve hiçbir gizli ve beklenmedik ticari ve hukuki durum veya engel olmadığı varsayılmaktadır. Uzman görüşü aranmamıştır; Verilerin doğruluğunu araştırmak için piyasa değeri araştırması veya benzer kontrol yapılmamıştır.

  
Bağımsız Denetim ve YMM Ltd. Şti.

## GİRİŞ – Kapsam ve Referans Şartları

### Açıklama

Bu rapor, yalnızca muhatabın bilgisine yöneliktir ve ilgili tarafların yazılı izni olmaksızın kısmen veya tamamen kopyalanamaz, ifşa edilemez, alıntılanamaz veya ima edilemez. Erta Bağımsız Denetim ve Ymm Ltd.Şti / Praxity, bu raporla bağlantılı olarak, herhangi bir tarafa karşı muhatap olmayan herhangi bir sorumluluk veya yükümlülük kabul etmemektedir.

### Sınırlayıcı Koşullar -1

Bu Şirket Değerleme Raporu (kısaca Rapor), Tekaş Proje Teknoloji Yat. İnş. Danışmanlık A.Ş (kısaca «Şirket») Yönetim Kurulu'nun talebi üzerine, Rapor'da detaylı bilgileri verilen Şirket'in, Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK") mevzuatı kapsamındaki işlemlere dayanarak teşkil etmemektedir, olası alım satımında alınacak kararlara yardımcı olması, münhasıran Şirket Yönetim Kurulu'nun bilgilendirilmesi için, Şirket'in fiyat tespiti amacıyla hazırlanmıştır.

**Rapor, SPK'nın 17.07.2003 tarih ve 37/875 sayılı kararı ve 22.06.2013 tarih ve 28685 Sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29 ve ilgili diğer maddelerinde tanımlanan fiyat tespit raporu ve analist değerlendirme raporları kapsamında değildir.**

Şirket ile ilgili olası tüm açıklamalar ve planlar ve bunların faaliyetleri Şirket ve temsilcileri tarafından bize sağlanmıştır; geçerliliğini veya olasılığını kontrol etmek için herhangi bir inceleme veya denetim gerçekleştirilmemiştir. Bu raporda yer alan beyanlar, Şirket'in gelecekteki performanslarını yansıtmamaktadır; şirketin performansı burada belirtilenlerden önemli ölçüde farklı olabilir. Şirketimiz bu beyanların güncelleme sorumluluğunu üstlenmemektedir.

## GİRİŞ – Kapsam ve Referans Şartları

### *Sınırlayıcı*

### *Koşullar -2*

Bu Rapor'da varılmış olan sonuçlar; ekonomik koşullar, piyasa koşulları ve hazırlanmış olduğu tarih itibari ile geçerli olan diğer koşullar esas alınarak belirlenmiştir. Şirket tarafından verilen herhangi bir bilginin eksik veya yanlış olması halinde bu durum Rapor'daki değerlemeleri ve tavsiyeleri maddi olarak etkileyebilecek nitelikte olabilir. Bu durumda Değerleme Şirketi hiçbir şekilde herhangi bir sorumluluk kabul etmeyecektir.

Rapor 30.06.2018 tarihli mali tablolar üzerinden hazırlanmış olup, değerlemeye tabi varlıklar, yükümlülükler ...vb her türlü kalem 30.06.2018 tarihi itibariyle oluşan değerler dikkate alınarak hazırlanmıştır. Bu kapsamda güncel değerler olmamakla beraber rapor tarihi itibariyle oluşan değerleme farklarından şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu değildir.

Değerleme Şirketi, bu Rapor'un hazırlanmasında Şirket Yönetimi tarafından verilen bilgilerin bütünlüğü ve doğruluğu veya işbu Rapor ile ilgili olarak yapılmış olan yazılı veya sözlü iletişime veya ürünler ve hizmetler ile ilgili olarak Şirket tarafından yapılmış olan araştırma için, açık veya üstü kapalı olarak hiçbir şekilde kefil olamaz, garanti veremez.

## GİRİŞ – Kapsam ve Referans Şartları

### Sınırlayıcı

### Koşullar - 3

Rapor'daki bilgilerin doğru olduğuna güvenilmekle birlikte; Değerleme Şirketi veya yöneticileri, çalışanları, acenteleri, danışmanları veya müşavirleri tarafından Rapor'da yer alan bilgilerin ve yorumların veya ilgili tarafa veya onun danışmanlarına sağlanan diğer yazılı veya sözlü bilgilerin doğru veya tam olmasına yönelik olarak açık veya örtülü herhangi bir beyan ve tekeffül verilmemiştir ve verilmeyecektir, bu konularda herhangi bir sorumluluk veya yükümlülük kabul edilmemiştir ve edilmeyecektir. Rapor'da yer alan veya almayan söz konusu bilgiler ve görüşlerdeki hatalar, eksik veya yanlış beyanlar, ihmaller veya diğerleri için açık veya örtülü hiçbir sorumluluk veya yükümlülük kabul edilmemekte ve bu bilgilerle veya başka şekilde ortaya çıkabilecek kusur ve ihmalle ilgili olarak bütün sorumluluk açıkça reddedilmektedir.

Özellikle ve ancak yukarıda ifade edilenlerin genel kural olma niteliğine hâle gelmeksizin, Rapor'da yer alan gelecek projelerin, tahminlerin, beklentilerin veya diğer sözlü ve yazılı bilgilerin makullüğü veya başarısına ilişkin açık veya örtülü hiçbir beyan ve tekeffül verilmemiştir, verilmeyecektir ve açık veya örtülü hiçbir sorumluluk veya yükümlülük kabul edilmemiştir veya kabul edilmeyecektir. Bu itibarla, ne Şirket, ne Değerleme Şirketi ve ne de onların ilgili yöneticileri, çalışanları, pay sahipleri, acenteleri, danışmanları veya müşavirleri, açıkça ve özellikle kabul edilmedikçe, herhangi bir kişinin Rapor'da yer alan herhangi beyan veya ihmale dayanmasının sonucu olarak veya gelecek irtibatlar nedeniyle uğradığı / uğrayacağı hiçbir d... dolaylı kayıp ve zarardan sorumlu olmayacaktır.



## GİRİŞ – Kapsam ve Referans Şartları

### Sınırlayıcı Koşullar - 3

Bu Rapor, Şirket'in değerlemesine ilişkin olarak ihtiyaç duyulabilecek bilgilerin haricindeki Şirket'e ait diğer tüm bilgileri içeriyor kabul edilmemelidir. Değerleme çalışmaları, Şirket'in muhasebe uygulamalarına ilişkin olarak herhangi bir çalışmayı içermemekte olup, bu çalışmanın yapılmış olması Şirket finansal tablolarının bağımsız denetimden geçirildiği anlamına gelmemektedir.

Bu Rapor'da varılmış olan sonuçlar; ekonomik koşullar, piyasa koşulları ve hazırlanmış olduğu tarih itibari ile geçerli olan diğer koşullar esas alınarak belirlenmiştir. Şirket tarafından verilen herhangi bir bilginin eksik veya yanlış olması halinde bu durum Rapor'daki değerlemeleri ve tavsiyeleri maddi olarak etkileyebilecek nitelikte olabilir. Bu durumda Değerleme Şirketi hiçbir şekilde herhangi bir sorumluluk kabul etmeyecektir. Rapor'da belirtilen değer, fiili değerlendirme tarihi esas alınarak belirlenmiş olup; bu tarihten sonra ekonomik, piyasa ve diğer koşulların değişmesi halinde olabilecek maddi değişikliklerden dolayı Değerleme Şirketi sorumlu tutulamaz.

Şirket'in söz konusu Rapor içerisinde müspet gösterilen veya tanımlanan işlemleri yerine getirmesi için bir tavsiye niteliğinde değildir. Rapor, Şirket'in münhasır kullanımını için hazırlanmış olup, Şirket Rapor'u kamu kurum ve kuruluşları ile mahkemeye sunabilir. Rapor'un teslimi ile Şirket, Rapor'da yer verilen bilgilerin kamu kurum ve kuruluşları ile mahkemeye sunulması haricinde gizli tutulacağını Değerleme Şirketi'ne taahhüt eder. Rapor, Şirket'in münhasır kullanımını için hazırlanmış olup başka amaçlarla kullanamaz. Rapor sınırlı sayıda üretilmiş olup, hiçbir zaman Değerleme Şirketi'nin yazılı ön izni olmadan üçüncü şahıslara dağıtım amacıyla kısmen veya tamamen çoğaltılamaz veya kopya edilemez.

# GENEL BİLGİLER

Praxity™  
GLOBAL ALLIANCE OF  
INDEPENDENT FIRMS

ERTA Bağımsız Denetim ve YMM Ltd. Şti. 2011 yılında kurulmuştur. Şirket 3568 sayılı Yeminli Mali Müşavirlik Kanunu uyarınca vergi denetimi yapma yetkisi de bulunmaktadır.

ERTA bağımsız denetim, mali danışmanlık, tasdik hizmetleri, kurumsal finansman, iç denetim ve yapılandırması, yönetim Danışmanlığı, vergi uyuşmazlıkları ve outsourcing (dış veri kaynak kullanımı) alanlarında Türkiye'nin seçkin firmalarına hizmet veren uzman bir denetim ve danışmanlık kuruluşudur.

Uluslararası, ulusal ve bölgesel muhasebe firmalarının dünyada 1 numaralı uluslararası iş ortaklığı olarak kurulan Praxity / Global Alliance Ltd. şirketinin üyesidir.

**Erta**  
Bağımsız Denetim ve YMM Ltd. Şti.

## GENEL BİLGİLER

Şirket 4 Eylül 2014 tarihinde kurulmuş olup, faaliyetlerini İstanbul Sarıyer Maslak Mah. Maslak Meydan Sokak No 3/85 Veko Giz Plaza adresinde sürdürmektedir. Şirketin faaliyet konusu aşağıda ki gibidir;

1. Her türlü yurt içi ve yurt dışı inşaat taahhüt işleri, konut, rezidans, prefabrike inşaat , işyeri, ticarethane inşaatlarını yapmak, 'satmak, kiraya vermek, kendi hesabına arazi ve arsalar almak bunlar üzerinde ve başkalarına ait arsa ve araziler üzerinde kat karşılığı binalar yapmak, yurt içinde ve yurt dışında her türlü resmi ve özel sektöre ait inşaat taahhüt ve montaj işleri yapmak ve müstakil konut, iş hanları, fabrikalar, yollar, baraj ve göletler, park ve bahçe düzenlemeleri ve turistik tesisler, tatil köyleri inşa etmek ve kiraya vermek, işletmek imarsız arazilerin imar planlarını hazırlamak ve planların uygulanmasını gerçekleştirmek, hali hazır harita ifraz ve tevhid işlemlerini, her türlü kadastro çalışmalarını yapmak, arazi tapulaştırma projelerini hazırlamak, tüm jeolojik ve, fotogrametik haritacılık işlerini gerçekleştirmek.
2. Yurt içinde ve yurt dışında amaç kapsamındaki ürünleri almak, satmak, pazarlamak dağıtmak, nakletmek, üretmek ve bu amaçla dağıtıcılık ve nakliyecilik işleri ile iştigal etmek
3. Gayrimenkul düzenlenmesi yenilenmesi, yönetilmesi konusunda danışmanlık, proje geliştirmesi ve gayrimenkul, turizm çözümleri ve yatırımları yapılması konularında danışmanlık hizmetleri verilmesi, başka danışmanlardan hizmet alarak bu hizmetin 3. kişilere sunulması
4. Şirket'in amaç ve konusu ile ilgili faaliyetlerin için ihtira haklarının linans ve imtiyazlarının marka model resim ve ticari ünvanlarının know-how'un ve hususi iştirak usullerinin müşavirlik ve mühendislik hizmetlerinin ve benzeri diğer gayri maddi haklarını iktisap etmek, devretmek, ferag vermek ve bunlar üzerinde diğer her türlü tasarruflarda bulunmak.

## GENEL BİLGİLER

Şirketin kuruluş ünvanı Tamaş Proje Turizm Yatırımları İnşaat Danışmanlık Anonim Şirketi olup, 18 Aralık 2017 tarih ve 9475 sayılı resmi gazetede yapılan ilan ile Tekaş Proje Teknoloji Yat. İnş. Danışmanlık A.Ş. olarak değiştirilmiştir.

Şirketin 30.06.2018 tarihi itibarıyla ortaklık yapısı aşağıda ki gibidir;

Ortaklık Yapısı	30 Haziran 2018	Oran	Pay
-----------------	-----------------	------	-----

Serkan İpek	50.000 TL	100%	50.000
-------------	-----------	------	--------

<b>Toplam</b>	<b>50.000</b>	<b>1</b>	<b>50.000</b>
---------------	---------------	----------	---------------

Şirketin yönetim kurulu tek kişiden oluşmaktadır. Buna şirketin %100 sahipliğini elde tutan Serkan İpek şirketin Yönetim kurulu başkanıdır.

Ortaklık Yapısı	3 Ağustos 2018	Oran	Pay
-----------------	----------------	------	-----

Spektral Holding B.V.	50.000 TL	100%	50.000
-----------------------	-----------	------	--------

<b>Toplam</b>	<b>50.000</b>	<b>1</b>	<b>50.000</b>
---------------	---------------	----------	---------------

Şirket 31 Temmuz 2018 tarih ve 9632 sayılı resmi gazetede yapılan ilam ile şirket hisselerinin tamamını Spektral Holding B.V. 'ye devretmiştir. Şirketin yönetim kurulu rapor tarihi itibarıyla Serkan İpek yapmaktadır.



# GENEL BİLGİLER

Praxity™  
GLOBAL ALLIANCE OF  
INDEPENDENT FIRMS

6769 sayılı Sınai Mülkiyet Kanununun Geçici 1 nci maddesi uyarınca Mülga 551 sayılı Patent Haklarının Korunması Hakkında Kanun Hükmünde Kararname kapsamında 19/12/2013 tarihinden itibaren 7 yıl süre ile korunmak üzere 21/06/2018 tarihinde inceleme için «Viral enfeksiyonların tedavisine yönelik bir kompozisyon» kapsamında patent almış tır. İlgili patente ilişkin bilgiler aşağıda ki gibidir;

## Patent Bilgileri

Basvuru Numarası	a 2013/14937
Basvuru Tarihi	19.12.2013
Basvuru Yayın Tarihi	22.09.2014
Basvuru Yayın No.	TR 2013 14937 A2
Patent Belgesinin Verilis Tarihi	21.06.2018

 Erta  
Bağımsız Denetim ve YMM Ltd. Şti.

## EKONOMİK ANALİZ

### 1. Makroekonomik görünüm:

a) Dünyadan Görünüm: Küresel büyüme, artan korumacılık eğilimleri ve jeopolitik risklere rağmen olumlu görünümünü korumaktadır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) için önümüzdeki döneme ilişkin büyüme tahminleri yukarı yönlü güncellenmekte, gelişmiş ülke para politikalarında normalleşme beklentileri öne çıkarken bazı GOÜ'lerde ise 2019 yılı için sıkılaşma eğilimi öngörülmektedir. Küresel ticaret politikalarındaki gelişmelerin etkisiyle, küresel iktisadi politika belirsizliğinde artış gözlenmektedir. Fed para politikası yol haritasının belirlenmesine karşın, GOÜ'lerdeki olumlu büyüme görünümü ve 2018 yılı ilk çeyreğinde yükselen küresel risk istahı nedeniyle GOÜ'lere yönelik portföy akımlarında söz konusu dönemde artış yaşanmıştır. Bu gelişmede başta Asya ülkeleri olmak üzere hisse senedi piyasalarına yönelik güçlü talep rol oynamıştır. Ancak, 2018 yılı Nisan ayından bu yana GOÜ'lere yönelik net portföy hareketlerinde zayıflama yaşanırken, söz konusu ülkelerin risk primlerinde de sınırlı bir yükselme görülmüştür. Finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler ile bağlantılı olarak aynı dönemde ABD doları değer kazanmıştır. Küresel ticaret hacmindeki olumlu seyir, gelişmiş ülkelerde yatırım kaynaklı büyüme, Rusya ve Brezilya gibi emtia ihracatçısı bazı ülkelerdeki toparlanma, başta gelişmekte olan Asya ülkeleri olmak üzere GOÜ'lerden gelen destekle küresel iktisadi faaliyet 2011 yılından bu yana en güçlü büyüme oranına ulaşmıştır. Küresel talebe bağlı olarak emtia fiyatlarında 2016 yılından bu yana görülmekte olan artış eğilimi güçlenmektedir. 2017 yılının son çeyreğinde iktisadi faaliyet güçlü seyrini korumuştur. Yurt içi talebin de desteğiyle 2017 yılı büyümesi güçlü bir performans sergilemiştir. Talepteki artışta vergi indirimlerinin sona ermesine rağmen canlı seyrini koruyan özel tüketim ve kamu tüketiminin etkili olduğu görülmektedir.

## EKONOMİK ANALİZ

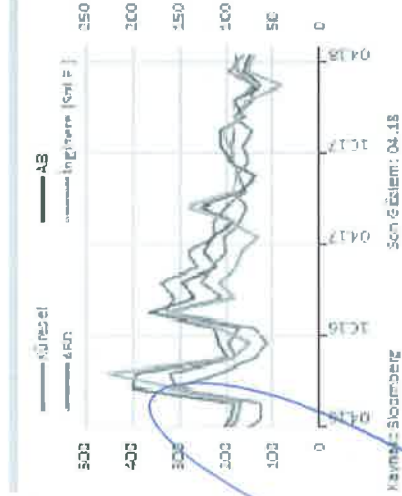
İktisadi faaliyeti canlandırma amacıyla uygulanan tedbir ve teşvikler, iç talepteki toparlanmanın sektörler genelinde yayılması sağlayarak 2017 yılında ekonomik büyümenin hızlanmasında belirleyici rol oynamıştır. Hem inşaat hem de makine teçhizat yatırımları yılın ikinci yarısında artış göstermeye başlamıştır. 2018 yılı ilk çeyreğine dair açıklanan veriler iktisadi faaliyetin bir miktar ivme kaybetmele birlikte güçlü seyrini koruduğunu göstermektedir. İktisadi faaliyetteki bu seyir işgücü piyasasını ve dolaylı olarak dayanaksız tüketim malı harcamaları üzerinden özel tüketimi desteklemektedir. Öte yandan, olumlu seyreden dış talebin ihracatı desteklemesi ve turizmdeki toparlanmanın belirgin katkısına karşın, artan altın ithalatı nedeniyle net ihracatın büyümeye katkısı sınırlı kalmıştır. 2018 yılı ilk çeyreğinde de mal ve hizmet ihracatındaki artış sürmekte, ithalat ise bir miktar yavaşlamaktadır. Bu gelişmeler ışığında iktisadi faaliyetin ana eğilimine yönelerek kademeli olarak potansiyel düzeyine yakınsayacağı öngörülmektedir. Reel kurdaki birikimli değer kayıpları, turizmdeki toparlanma ve küresel büyümenin güçlenmesiyle birlikte mal ve hizmet ihracatının büyümeye güçlü desteğini sürdürmesi ve cari dengeyi olumlu etkilemesi beklenmektedir. İktisadi faaliyetteki bu seyrin işgücü piyasasına olumlu yansıtacağı ve işsizlik oranlarının gerilemeye devam edeceği tahmin edilmektedir.

Küresel iktisadi politika belirsizliğinde artış gözlenmektedir (Grafik II.1.1). ABD yönetiminin dış ticaret politikasına ilişkin korumacı yaklaşımı ve Fed para politikasındaki normalleşme sürecinin hızına ilişkin değerlendirmeler, ABD iktisadi politikalarının öngörülebilirliğinde etkili olmaktadır. AB ülkelerindeki seçim sürecinin sona ermesi ve sonrasında başta Almanya ve Hollanda olmak üzere hükümet kurma süreçlerinin başarıyla tamamlanması AB'de, Brexit yol haritasının netleşmesi ve siyasi belirsizliğin ortadan kalkması ise İngiltere'de iktisadi politika belirsizliğinin azalmasına katkı sağlamıştır. ABD'de büyüme ve iş gücü piyasasındaki olumlu görünüm ve enflasyonun Fed'in hedefi olan yüzde 2 civarında seyretmesi, önceki Rapor dönemine kıyasla piyasa beklentilerinin

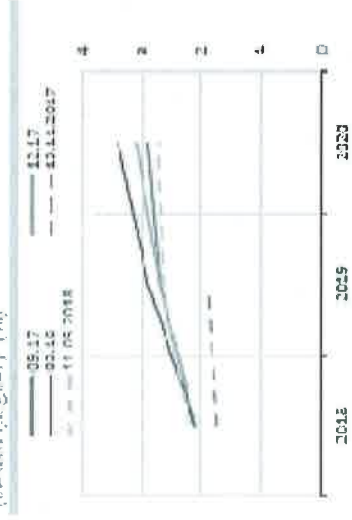
## EKONOMİK ANALİZ

Fed üyelerinin politika faizi tahminlerine önemli ölçüde yakınsamasını beraberinde getirmiştir (Grafik II.1.2). ABD yönetimin vergi düzenlemesinde yaptığı değişiklik ve diğer olası mali genişleme politikaları, iktisadi faaliyette güçlü seyir sürmesinin beklenmesi ve küresel kriz sonrası dönemde ulaşılan en düşük seviyedeki işsizlik oranı, 2018 yılı için temel senaryo olarak görülen üç faiz artışı beklentisini güçlendirmektedir. Bununla beraber, ABD'deki ücret artışları ve enflasyon seviyesinin beklentilerin üzerinde gerçekleşmesinin ve iktisadi politika tercihlerinin faiz artırımlarına ilişkin yol haritasında belirleyici unsurlar olması beklenmektedir.

Grafik II.1.1: İktisadi Politika Belirsizliği Endeksleri (Endeks, 2012=100)



Grafik II.1.2: FOMC Üyelerinin Medyan Politika Faizi Tahminleri (Düz Çizgiler) ve Piyasa Beklentileri (Kırık Çizgiler) (%)

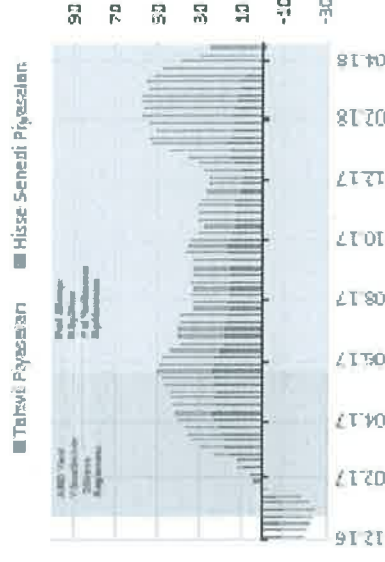




# EKONOMİK ANALİZ

Fed para politikası yol haritası belirginleşirken, küresel risk iştahının artması ve GOÜ'lerdeki olumlu büyüme görünümü nedeniyle 2018 yılının ilk çeyreğinde GOÜ'lere yönelik portföy akımlarında artış yaşanmıştır (Grafik II.1.3). Söz konusu artışta başta Asya ülkeleri olmak üzere hisse senedi piyasalarına yönelik güçlü talep rol oynamıştır. Diğer yandan özellikle Çin tahvil piyasaları kaynaklı olarak, GOÜ tahvil piyasalarına yönelik fon hareketleri ılımlı seyretmiştir. Ancak, 2018 yılı Nisan ayından bu yana küresel finansal koşullardaki sıklaşma ve risk iştahındaki azalışa bağlı olarak GOÜ'lere yönelik net portföy hareketlerinde zayıflama yaşanırken, söz konusu ülkelerin risk primlerinde de sınırlı artış görülmüştür (Grafik II.1.4). Diğer taraftan, son dönemde Libor'daki hareketin etkisiyle uluslararası piyasalardan temin edilen kredilerde görülen maliyet artışı, önümüzdeki dönemde yeniden fiyatlanacak yurt dışı borçlar üstünde maliyet baskısı oluşturabilecektir.

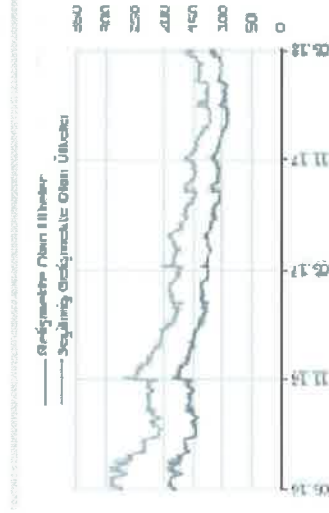
Grafik II.1.3: GOÜ'lere Yönelen Haftalık Fon Akımları  
(Milyar ABD Doları, 13 Hafta Birikimli)



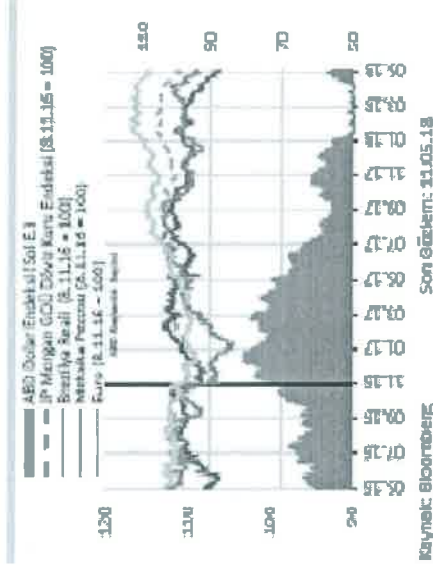
# EKONOMİK ANALİZ

Praxity™  
GLOBAL ALLIANCE OF  
INDEPENDENT FIRMS

Grafik II.1.4: GÖÜ'lerde CDS Primleri (Bazı Puan)



Grafik II.1.5: Döviz Kuru Endeksleri



2018 yılı ilk çeyreğinde artış gösteren küresel risk iştahı, GÖÜ'lere yönelik küresel portföy hareketleri, ABD yönetiminin küresel ticaret politikasına ilişkin eğilimi ve AB'de siyasi belirsizliklerin azalması, söz konusu dönemde genel olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülke para birimlerinin ABD doları karşısında değer kazanmasında rol oynamıştır. Sonraki dönemde ise finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler ile bağlantılı olarak ABD doları söz konusu para birimleri karşısında değerlenmiştir (Grafik II.1.5).

Erta  
Bağımsız Denetim ve YMM Ltd. Şti.

## EKONOMİK ANALİZ

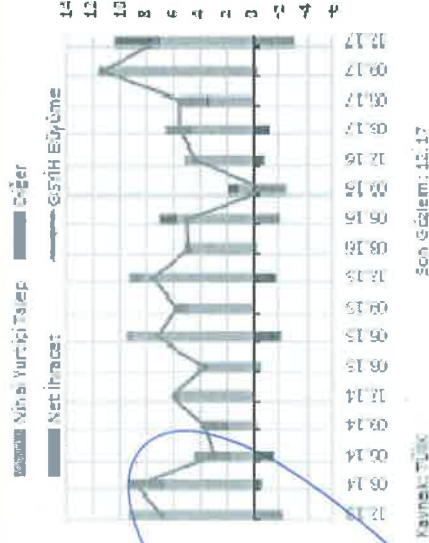
2018 yılı Şubat ayında ABD’de iş gücü piyasası ücret artışlarının piyasa beklentilerini etkileyerek risk algısına olumsuz yansımaları ve gelişmiş ülke para politikalarında sıkılaştırma ile ülkeler özelinde gelişmeler bir önceki Rapor döneminden bu yana ülke borsası performanslarının ayrışmasında rol oynamıştır. İktisadi görünümdeki olumlu seyir ve vergi reformu ile genişleyici maliye politikaları beklentileri nedeniyle ABD başta olmak üzere genel olarak gelişmiş ülke borsası endeksleri yukarı yönlü hareket etmiştir. Diğer taraftan, olumlu makroekonomik görünüme rağmen son dönemdeki sermaye hareketleri ve azalan küresel risk iştahı nedeniyle GOÜ borsası endeksi performanslarında zayıflama görülmüştür. Son Rapor dönemine kıyasla başta ABD olmak üzere hem gelişmiş ülke hem de GOÜ tahvil getirilerinde genel olarak artış görülmüştür.

ABD’de başlayan dış ticaretteki korumacı eğilimlerin küresel ölçeğe yayılması riski, sıkılaştırılan finansal koşullar, AB bankacılık sistemindeki düşük kârlılık ve özellikle bazı büyük bankalarda yüksek tahsili gecikmiş olacak oranları, başta Orta Doğu olmak üzere jeopolitik gelişmeler küresel finansal istikrara yönelik risk unsurları olmayı sürdürmektedir. Diğer taraftan, G20 liderliğinde yürütülen küresel finansal reform çalışmalarının büyük oranda nihai hale getirilmesi ile reformların uygulanması sonrası etki analizlerine başlanmıştır. Söz konusu analizlerin sonuçları doğrultusunda makro finansal politikaların etkili ve etkin bir şekilde uygulanması, sürdürülebilir ve kapsayıcı küresel büyüme ve küresel finansal istikrarın korunması için önem arz etmektedir.

# EKONOMİK ANALİZ

b) Türkiye' den görünüm: 2017 yılının son çeyreğinde iktisadi faaliyet güçlü seyretmiştir. Böylelikle, 2016 yılında yüzde 3,2 ile tarihsel ortalamasının altında seyreden büyüme hızı 2017 yılında yüzde 7,4 olarak gerçekleşmiştir. İç talebi desteklemek amacıyla alınan tedbir ve teşviklerin etkisiyle büyümenin temel sürükleyicisi nihai yurt içi talep olmuştur. Özel ve kamu tüketiminin büyümeye katkısı devam etmiş, özellikle altyapı ve inşaat yatırımlarının desteğiyle diğer kalemlerde olumlu seyir sürmüştür. Altın ithalatına bağlı olarak artan stokları da içeren diğer kaleminin büyümedeki payı artmıştır (Grafik II.2.1). Yurt içi talepteki canlanma ve artan altın ithalatı nedeniyle, net ihracatın büyüme üzerindeki etkisi sınırlı olmuştur. Ancak altın ticareti hariç net ihracat büyümeye yüksek (1,3 puan) bir katkı yapmıştır.

Grafik II.2.1: Harcama Yönünden Yıllık Büyümeye Katkılar  
(% Puan)

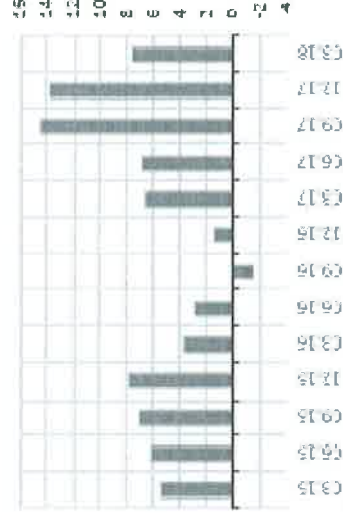


Kaynak: TÜİK

Son Gözetim: 11.17

Grafik II.2.2: Sanayi Üretim Endeksi

(Mevkiye ve Takvime Etkilerinden Arındırılmış % Değişim)



Kaynak: TÜİK

Son Gözetim: 03.18

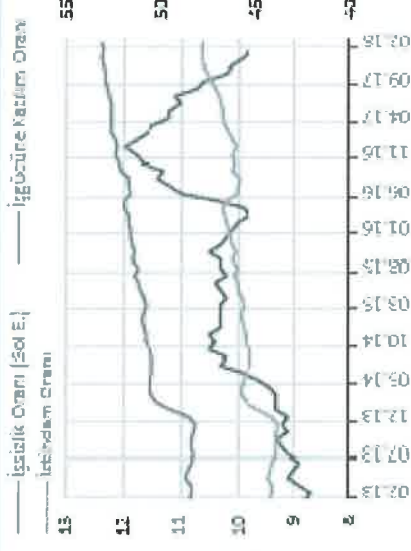
# EKONOMİK ANALİZ

Sanayi üretimi gerçekleştirmeleri, iktisadi faaliyetin 2017 yılı üçüncü çeyreğinde yakaladığı büyüme eğilimini 2018 yılı ilk çeyreğinde bir miktar kaybetmekle birlikte koruduğuna işaret etmektedir. Yıllık olarak bakıldığında ise sanayi üretiminde 2017 yılının üçüncü çeyreğinde yüzde 14,4 seviyesine ulaşan yüksek oranlı bir artış göze çarpmaktadır (Grafik II.2.2). Öncü göstergeler, sanayi üretiminin 2018 yılında da büyümeye katkısının devam edeceğini göstermektedir.

İktisadi faaliyette yakalanan ivmenin işsizlik oranları ve istihdam üzerinde olumlu yansımaları özellikle 2017 yılının ilk çeyreğinden itibaren belirginleşmeye başlamıştır. 2017 yılı başında en yüksek seviyesine ulaşan işsizlik oranı yıl boyunca önemli bir azalış kaydetmiştir. Mevsimsel etkilerden arındırılmış işsizlik oranı 2017 yıl sonu itibarıyla yüzde 9,9 oranında gerçekleşmiştir. 2018 yılı ilk çeyreğinde de düşüş eğilimi sürmektedir (Grafik II.2.3). Bununla birlikte katılım oranındaki artış eğilimi güçlü istihdama rağmen işsizlik oranlarındaki düşüşü sınırlamaya devam etmektedir. İktisadi faaliyetin güç kazanması ve sektörel yayılımın genişlemesiyle birlikte yoğun olarak küçük ve orta ölçekli firmalara kullanılan KGF kafaletli krediler ve istihdam teşvikleri istihdamı desteklemektedir.

Grafik II.2.3. İşgücü

(Mevsimsellikten Arındırılmış %)



Kaynak: TÜİK

Son Güncelme: 02.18

## EKONOMİK ANALİZ

Türk lirasında yaşanan değer kaybı, enerji ve gıda fiyatlarında görülen yükselişler bu eğilimde sürükleyici olmuştur. Aralık 2017 itibarıyla tüketici enflasyonu yıllık yüzde 11,9 olarak gerçekleşmiştir. B ve C endeksleri ise yüzde 12,3 seviyesine ulaşmıştır. 2018 yılı ilk aylarında gıda enflasyonunun işlenmemiş gıda fiyatları öncülüğünde yavaşladığı, diğer alt gruplarda birikimli maliyet etkilerinin sürmesi, talep koşulları ve enflasyon beklentilerine bağlı olarak yüksek seviyelerin korunduğu gözlenmektedir. Yakın dönemde döviz kurlarında gerçekleşen artışlar başta temel mal ve enerji kalemleri olmak üzere enflasyon üzerinde baskı oluşturmaya devam etmektedir.

2017 yılının ikinci yarısında, artan yurt içi talep ile enflasyonun ulaştığı yüksek seviyeler nedeniyle para politikasının temkin düzeyi kademeli olarak güçlendirilmiştir. İlk adımda TCMB fonlamasının tamamı Geç Likidite Penceresi (GLP) kanalıyla yapılmaya başlanmıştır. Böylelikle TCMB'nin ağırlıklı ortalama fonlama faizi GLP borç verme faizi olan yüzde 12,25 seviyesinde oluşmuştur. Daha sonra bir miktar daha parasal sıkılaşıma gidilmiş ve borç verme faiz oranı yüzde 12,75'e çıkarılmıştır. 2018 yılında iktisadi faaliyetin gücünü koruması ve enflasyon beklentilerinin fiyatlama davranışları üzerinde oluşturduğu riskler nedeniyle ölçülü bir parasal sıkılaştırma daha yapılmış ve GLP faiz oranı yüzde 13,5'e yükseltilmiştir. Mayıs ayı içerisinde ise finansal piyasalarda sağlıklı fiyat oluşumlarının gözlenmesi fiyatlama davranışlarına dair riskleri artırmıştır. Bu çerçevede Kurul, fiyat istikrarını desteklemek amacıyla güçlü bir parasal sıkılaştırma yapılmasına karar vermiş ve GLP faiz oranı yüzde 16,5'e çıkarılmıştır. Son olarak para politikası operasyonel çerçevesinde sadeleşmeye gidilmiş, politika faizi bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı (yüzde 16,5) olarak belirlenmiştir.

## SEKTÖR ANALİZİ

### İLAÇ SEKTÖRÜ:

a) Dünyadan görünüm:İlaç Endüstrisi İşverenler Sendikası (İEİS) verilerine göre 2016 yılsonu satış verilerine göre dünya ilaç pazarının büyüklüğü 1,1 trilyon dolar olarak gerçekleşti. Türkiye'nin 16. sırada yer aldığı sıralamada ABD, Çin, Japonya, Almanya ve Fransa dünya ilaç endüstrisinin en büyük 5 pazarı konumunda. 2016 yılı sonundaki 462 milyar dolar toplam büyüklükle ABD ilaç pazarı, kendisinden sonra gelen 4 büyük pazarın toplamından daha büyük bir hacim oluşturuyor ve böylece ilaç sektörünün tartışmasız lideri olarak konumlanıyor. Bölgesel olarak incelediğimizde ABD ve Kanada, Kuzey Amerika ülkeleri olarak dünya ilaç pazarlarının yüzde 49'unu oluşturuyor. Çin'i de içine alan Afrika, Asya, Avustralya pazarının toplamdaki payı yüzde 16,4 olarak ortaya çıkıyor. Avrupa yüzde 21,5, Japonya ise yüzde 8,3 paya sahip.

Dünya reçeteli ilaç satışları ve kategorileri incelendiğinde, yılda 5,6 oranında ortalama büyüme ile 2022'de toplam 1 trilyon dolar seviyesine ulaşacağı öngörülmüyor. 2017 yılı rakamlarından yola çıkılarak 2022 yılına gelindiğinde, toplam reçeteli ilaç satışlarındaki eşdeğer ilaç satışlarının yüzde 33 artması, yetim ilaç satışlarının ise iki katına çıkması bekleniyor. Bugüne dek, dar hasta popülasyonundan dolayı önceliği olmayan ve ismini de buradan alan bu kategori artık, katma değeri yüksek ve daha hızlı yol kat edilebilecek bir pazar olarak ilaç şirketlerinin gündeminde yer alıyor.

# SEKTÖR ANALİZİ

Dünya genelinde ilaç satışları

Rakib. Tedavi alanı	Dünya Çapında Satışlar (milyar USD)		CAGR % Büyüme		Dünya Çapında Pazar Payı		Sıralama Değişim (+/-)
	2018	2022	% Büyüme	2022	2018	2022	
1. Onkoloji	94,7	192,2	%12,70	%17,50	%11,70	%17,50	+5,8
2. Anti-diyabetikler	49,8	57,9	%4,90	%5,30	%5,40	%5,30	-0,1
3. Romatizma ilaçları	53,3	55,4	%0,80	%5,00	%5,60	%5,00	-1,6
4. Antiviraller	48,5	42,8	%-2,10	%8,00	%8,00	%3,90	-2,1
5. Ağrıler	37,6	35,3	%-4,20	%9,40	%9,40	%3,20	-0,2
6. Eritrosedatifler	28,3	30,1	%1,00	%2,50	%2,50	%2,70	-0,2
7. Duyu Organları	20,2	28,3	%5,30	%2,50	%2,50	%2,60	+0,1
8. İmmünoşüpresanlar	11,6	28,3	%14,60	%1,40	%1,40	%2,40	+1
9. Antihipertansif	24,8	24,4	%-0,20	%3,10	%3,10	%2,20	-0,9
10. Antikoagülanlar	14,1	20,2	%8,60	%1,80	%1,80	%2,10	+0,3
11. MS ilaçları	21,8	21,7	%-0,10	%2,70	%2,70	%2,00	-0,7
12. Dermatoloji	10,5	19,9	%11,20	%1,30	%1,30	%1,80	+0,5
13. Anti-fibrinolitikler	11,6	17,1	%8,60	%1,50	%1,50	%1,60	+0,1
14. Antihiperlipidemikler	12,8	12,4	%-0,60	%1,70	%1,70	%1,20	-0,5
15. Antibiyotikler	10,5	12,8	%3,40	%1,30	%1,30	%1,20	-0,1
İlk 10	434,0	601,0	%5,60	%54,00	%54,00	%54,80	+0,8
Diğer	369,0	560,0	%5,20	%46,00	%46,00	%45,40	-0,6
Toplam İlaç Satışları	803,0	1101,0	%5,40	%100,00	%100,00	%100,00	
Toplam İlaç Satış İlerişimi							
Dünya Genetik Sağlık	78,7	111,6	%8,00	%9,80	%9,80	%10,20	0,40
Proteozis İlaçları	35,1	41,5	%2,30	%4,40	%4,40	%3,80	-0,60

Kaynak: Evaluate Pharma 2017

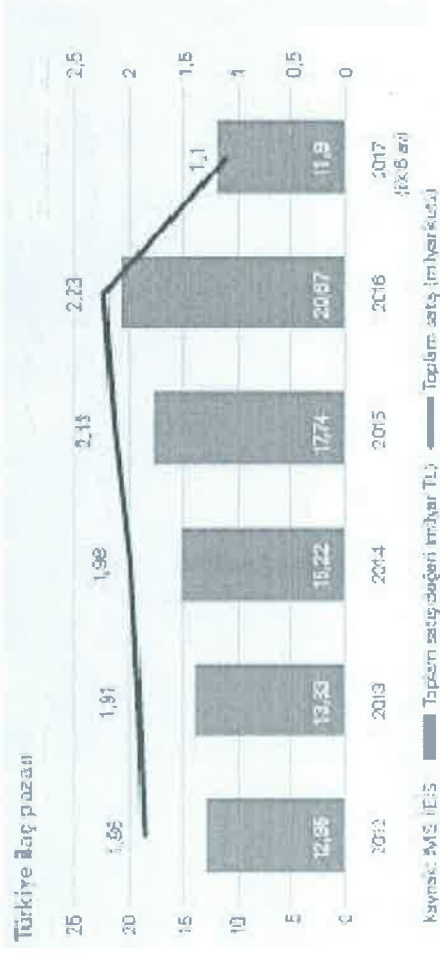
İlaç satışları tedavi alanlarına göre değerlendirildiğinde ilk sırayı onkoloji ilaçlarının aldığı görülüyor. 2016 yılında toplam ilaç pazarının yüzde 11,7'sini oluşturan onkoloji ilaçlarının yüzde 17,5'e çıkacak. 2016 ve 2022 yılları arasındaki satış hacmi de iki kate yakın bir artış gösterecek. Dünya çapında en çok satılan ikinci grup olan anti-diyabetik ilaç satışlarının 2022 yılında yüzde 5'e yakın bir artış göstermesi, buna karşılık pazar payının yüzde 5,4'ten yüzde 5,3'e düşmesi bekleniyor.

Tedavi alanlarına göre üçüncü sırada romatizma ilaçları var. Romatizma ilaçlarının pazar payı 2016 yılında yüzde 6,6 iken bu oran da 2022'de yüzde 5'e gerilemiş olacak.



## SEKTÖR ANALİZİ

b) Türkiye'den görünüm: Günümüzde 20 milyar TL'yi aşkın yıllık satış hacmi ile dünyanın 16. büyük ilaç pazarı konumunda olan Türkiye'de ilaç sektörü hızlı bir büyüme eğilimi gösteriyor. Çok sayıda yerli ve yabancı firmanın yer aldığı parçalı bir yapıya sahip olan ilaç sektörünün büyümesinde, nüfusun yaşlanması, yerli ve yabancı oyuncu sayısının artması, yeni ürünlerin pazara çıkması gibi birçok sebebin yanı sıra hastane kanalının da önemli bir payı olduğunu söyleyebiliriz. Hastane kanalı, özel ve kamu yatırımlarıyla 2016 verilerine göre yüzde 28 oranında büyüme gerçekleştirdi. Diğer yanda ilaç satışlarında Türkiye'de 25 binden fazla bağımsız eczanenin oluşturduğu perakende ilaç pazarı da 2016 verileriyle yüzde 15 oranında büyüdü



## SEKTÖR ANALİZİ

Öncelikle 2017'de pazarın değer bazında büyümesine en çok katkı sağlayan faktörün fiyat artışları olduğunu belirtelim. Yüzde 16 olarak gerçekleşen bü yümenin (1.635 milyon TL) 9,9 puanı (1.015 milyon TL) mevcut portföydeki fiyat artışından kaynaklandı. Fiyat artışlarında Türk Lirası'nın aynı dönemde yabancı para birimlerine karşı yaşadığı değer kaybının önemli bir etkisi var. Fiyat artışına kutu ortalamasında baktığımızda 2016 yılının ilk 6 ayında 9,2 TL olan ortalama kutu fiyatının 2017 aynı döneminde yüzde 17,3 artarak 10,8 TL'ye ulaştığını görüyoruz.

Ayrıca satışların kutu hacmi bazında düşmesi, sektörün büyüme rakamına 213 milyon TL düzeyinde bir negatif etki yaptı. Bu etki gerçekleşmemiş olsaydı sektörün büyümesi 2017 ilk 6 ayında yüzde 18 düzeyine erişecekti.

Pazarda görülen büyümeye pozitif etki yapan bir diğer faktör ise, mevcut ilaçların satış dağılımındaki değişiklikler oldu. Düşük fiyatlı ürünlerden, daha yüksek fiyatlı ürünlere yönelik hacim değişikliğinin büyüme oranına 534 milyon TL düzeyinde ve yüzde 5,2 pozitif yönde bir katkısı oldu.

Büyüme oranını etkileyen bir başka faktör de pazara sunulan yeni ilaçlar oldu. İlaç pazarına 2017'nin ilk yarısında tamamı reçeteli statüde toplam 250 ilaç girdi. Bu ilaçlar sektöre toplamda 299 milyon TL, oransal olarak da yüzde 2,9 pozitif etki yaptı.

### Pazara yeni çıkan ürünler 2017 Ek yıl sonundan

İlaç	250
Etki değeri	194
- İlaç	13
- İlaç	181
Rakamlar	58
- Etki değeri	10
- Etki değeri	48

Kaynak: IMS, EIS

## SEKTÖR ANALİZİ

### Referans ve eşdeğer ilaçlar

İlaç şirketi tarafından geliştirilip patent ile koruma altına alınarak pazara sunulan ilk ürün statüsündeki referans ilaçların 2017 yılının ilk 6 ayında ulaştığı satış değeri 8,1 milyar TL'dir. Referans ilaçların kutu satışlarında ise yüzde 1,7 oranında bir küçülme gerçekleşti ve yılın ilk yarısını 460 milyon kutuyla tamamladı. 2016 yılının aynı döneminde satış değeri 7 milyar TL, kutu adedi ise 468 milyon TLydi. Referans ilacın koruması kalktıktan sonra üretilen eşdeğer ilaçların satışında ise 2016'nın aynı dönemine göre yüzde 16,5 düzeyinde bir artış oldu ve satışlar 3,8 milyar TL düzeyine ulaştı. Kutu satışında ise yüzde 0,7 düzeyinde bir küçülme oldu ve 641 milyon kutu eşdeğer ilaç satıldı. Referans ilaçların ortalama kutu fiyatı 17,5 TL, eşdeğer ilaçların kutu fiyatı ise ortalama 6 TL olarak gerçekleşti.

Referans-Eşdeğer İlaçlar							
6 aylık Toplam Değer (milyar TL)		6 aylık Toplam Hacim (milyon kutu)			Ortalama fiyat		
2016	2017	Değişim	2016	2017	Değişim	2016	2017
Referans	7	8,1	468,8	460,7	-%1,70	14,8	17,5
Eşdeğer	3,3	3,8	646,1	641,6	-%0,70	5,1	6

Kaynak: IMS, IHS

## SEKTÖR ANALİZİ

### İthal ve imal ilaçlar

İthal ilaçların 2017 yılının ilk 6 ayında ulaştığı satış değeri 6,5 milyar TL'dir. Kutu satışları 227 milyon düzeyinde gerçekleşti. 2016'nın aynı dönemi ile karşılaştırıldığında, değerde yüzde 14,7 ve hacimde yüzde 1,5 oranında yükselme oldu. İthal ilaçlardaki ortalama kutu fiyatı 28,2 TL düzeyindedir. Türkiye'de üretilen ilaçların satış değeri ise 2017'nin ilk 6 ayında, 2016'nın aynı dönemine göre yüzde 17,6 oranında artış göstererek 5,3 milyar TL olarak gerçekleşti. Yerli üretim ilaçların kutu başına ortalama fiyatı 6,1 TL'dir.

#### İthal-İmal İlaçlar

	6 aylık Toplam Değer (milyar TL)		6 aylık Toplam Hacim (milyon kutu)		Ortalama Fiyat	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017
İthal	5,7	6,5	223,0	227,2	25,5	28,8
İmal	4,5	5,3	890,0	875,1	5,1	6,1

Kaynak: İMİS, İEİS

## SEKTÖR ANALİZİ

Ülkemizin 2010 yılında 603 milyon dolar düzeyinde gerçekleşen ilaç ihracatı, 6 yıllık süre içinde yüzde 43,1 artış göstererek 2016 yıl sonunda 863 milyon dolara ulaştı. Ancak 2017 Ağustos itibariyle incelediğimiz sektör ihracatının ivmesini kaybederek düşüşe geçtiğini görüyoruz. 2017 yılının ilk 8 ayında ilaç ihracatı, 2016 yılının aynı dönemine göre yüzde 18,7 oranında daraldı ve 492 milyon dolar düzeyinde gerçekleşti. Dış ticarete ilaç ihracatının önemini ortaya koymak gerekiyor. Türkiye'nin kilogram başına ortalama ihracat değeri yaklaşık 1,5 dolar düzeyindeyken ilaç sektörünün kilogram başı ihracat değeri 2016 yılsonunda ortalama 29 dolar olarak gerçekleşti. Öte yandan yıllık ilaç ithalatı 2010-2016 yılları arasında toplamda yüzde 4,1 artış kaydetti. 2013 ve 2014 yıllarında artan ithalat rakamları, 2015'de yüzde 2,7 düzeyinde gerilemiş ve 4,6 milyar dolar olarak gerçekleşmişti. Böylece 2015 yılında dış ticaret açığı 3,6 milyar dolara düşmüş ve ihracatın ithalatı karşılama oranı 6 yılda 9 puan artarak, yüzde 20'ye ulaşmıştı.

Ancak ihracatın ithalatı karşılama oranında gözlenen iyileşme sürdürülemedi ve gerileme gözlendi. İlaç ithalatı 2016 yılında yüzde 1,8 oranında gerilemesine ve 4,5 milyar dolar düzeyine inmesine rağmen ihracatta yaşanan düşüş nedeniyle ihracatın ithalatı karşılama oranı yüzde 19,1 düzeyine inerek kritik yüzde 20 sınırının altına düşmüştü. Bu eğilim 2017 yılının ilk 8 ayında da devam ederek ihracatın ithalatı karşılama oranı yüzde 16,5 seviyesine kadar geriledi.

İlaç sektörü ithalat ve ihracatı (milyon \$)

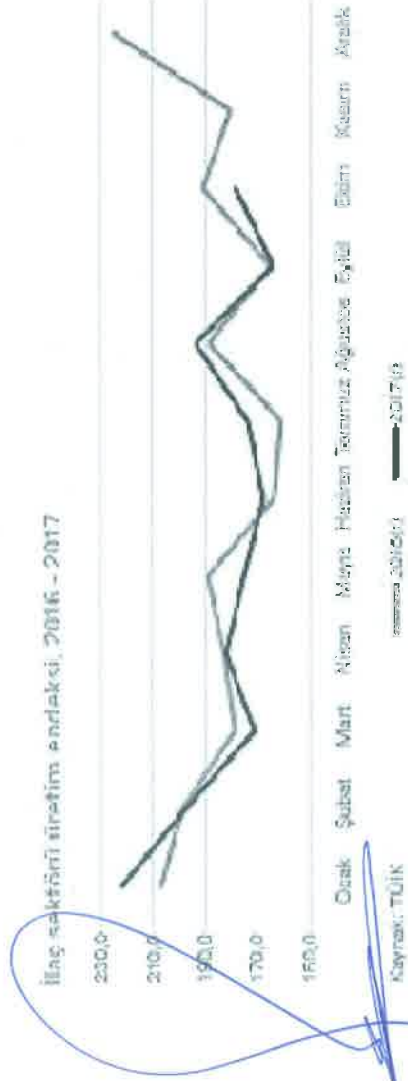


## SEKTÖR ANALİZİ

TÜİK verilerine göre 2010 yılında ilaç sektörü ülkemizde 31.500 kişiye istihdam ediyordu. 2012 yılında 29 bin düzeyine kadar gerileyen ilaç sektörü istihdamı 2010'daki düzeyine tekrar ancak 2015 yılsonunda ulaştı. TÜİK tarafından ilan edilen son istihdam rakamları 2015 yılına ait ancak TÜİK'in 2015 yılı resmi verilerine 2016 ve 2017'deki SGK'lı sayısındaki artış oranlarını eklediğimizde sektör istihdamının 2016 yılı için ortalama 32 bin, 2017 yılında ise 34 bin düzeyinde olduğunu tahmin ediyoruz. Ayrıca 2017 yılı sonu sektörel istihdam tahminleri Türkiye'de en yüksek işe alım potansiyelinin ilaç sektöründe olduğunu gösteriyor.

Sanayi üretim endeksi verilerine göre, 2014'ten bu yana çift haneli büyüme yakalayan ilaç sektöründe üretim, 2016'da da bir önceki yıla göre yüzde 14,8 artış gösterdi. 2017'nin ilk 10 ayında gerçekleşen üretim endeksi geçen senenin oranlarıyla paralellik gösteriyor. 2017 ve 2016 yıllarını aylık olarak karşılaştırdığımızda, yıla yüksek bir endeksle girildiği, kışın sona ermesiyle Mart ayında üretimde bir düşme olduğu, Ağustos ayında Ocak ayından sonra gerçekleşen en büyük üretim hacmine ulaşıldığı görülmüyor. 2016 yılıyla paralel bir görüntü sergileyen 2017 üretim endeksi, ilaç sektörünün 2017 yılını da yaklaşık yüzde 10'luk bir üretim artışıyla sonuçlandıracağını gösteriyor.

Ayrıca hükümetin eylem planında da yer alan yerli üretimin desteklenmesine yönelik kamu politikalarının hayata geçirilmeye başlanması, ilaç sektörünün üretim hacminin artması yönünde bir beklenti oluşturuyor.



## SEKTÖR ANALİZİ

### İlaç sektöründe Ar-Ge

Türkiye ilaç sektörü, 24 akredite Ar-Ge merkezi, 1053 Ar-Ge çalışanı, 596 tamamlanan ve 571 devam etmekte olan proje ile, ülkemiz inovasyonun da ve sanayi dönüşümünün gerçekleşmesinde önemli bir paya sahip. Sektörün 126 patent başvurusu ve 9 tescil edilmiş patenti bulunuyor. Katma değeri bu denli yüksek bir sektördeki her bir patentin Türkiye için büyük önemi olduğunu düşünüyoruz. İlaç talebini yüzde 80'i aşan oranlarda ithalat yoluyla sağlayan Türkiye'de Ar-Ge yatırımlarının geliştirilmesi için devlet de önemli adımlar atıyor.

İlaç sektöründe Ar-Ge harcamaları, 2010'da 92,1 milyon TL düzeyinde iken yüzde 154 artış göstererek 2015'te 234,3 milyon TL'ye ulaşmıştır. Bu artış, bileşik bazda yıllık yüzde 21, üretici fiyatları bazında yüzde 82 oranında reel bir büyümeye işaret ediyor.

Akredite Ar-Ge merkezi sayısının 2010 yılında 4 iken bugün 24'e ulaşmış olması, sektörün Ar-Ge alanındaki gelişimine işaret ediyor. Ancak bu gelişmelere rağmen ülkemizin henüz potansiyelinin altında bir inovasyon faaliyeti içerisinde olduğunu söylemeliyiz. Devlet, üniversite ve sektör işbirliğinin güçlenmesini ve Ar-Ge ve inovasyonu destekleyen bir kültür oluşturmamasını, bu eksikliği gidermek için atılabilecek öncelikli adımlar olarak sıralayabiliriz. T.C. Kalkınma Bakanlığı'nın "Onuncu Kalkınma Planı" çerçevesinde 2014 yılında yayımladığı "Sağlık Endüstrilerinde Yapısal Dönüşüm Eylem Planı" ile, uzun vadede Türkiye'nin küresel bir ilaç Ar-Ge ve üretim merkezi olması, ilaç alanında rekabetçi bir konuma ulaşması hedefleniyor. Bu plan doğrultusunda, küresel klinik araştırma yatırımlarından Türkiye'nin aldığı payın ve yürütülen klinik araştırma sayısının yıl bazında yüzde 25 oranında artması bekleniyor.

## DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI VE YÖNTEMLERİ

a) **Pazar Değeri:** Raporu konu şirket değerlemesi arz ve talep ilkesine uygun pazar değeri esasına göre yapılmıştır. Pazar değeri, değerlemenin yapıldığı tarihte açık piyasada satışa sunulmuş olması durumunda, Şirket'in el değiştireceği tutarın bir temsildir. Pazar değeri, bir mülkün uygun bir pazarlamanın ardından birbirinden bağımsız istekli bir alıcı ile istekli bir satıcı arasında herhangi bir zorlama olmaksızın ve tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyeceği şartlar altında, bilgili, basiretli ve iyi niyetli bir şekilde hareket ettikleri bir anlaşma çerçevesinde değerlendirme tarihinde el değiştirmesi gereken tahmini tutardır. Pazar dışı değer ise, pazar değeri tahminlerine karşılık gelmeyen özel şartları, finansman şartlarını, vergilendirme ve iskonto oranlarını sunması durumunda elde edilen değer takdiridir. Bu işlemin sonucu, arz ve talebi yansıtan bir pazar değeri tahmininden ziyade iletilen varsayımlara özel olan yatırım değeri veya ederi tahminidir. Pazar değeri esasına açıklık getiren bazı kavramlar aşağıda açıklanmaktadır:

I. İstekli alıcı, istekli satıcı: Pazar değeri esası, istekli (motive olmuş ancak zorunlu olmayan) alıcı ve satıcının satın alma işlemlerinin yürütülmesinde hiçbir zorlama altında olmadan Şirket'in değerini etkileyebilecek konularla ilgili bütün bilgilere sahip oldukları takdirde oluşacak alım satım değerini kabul etmektedir.

II. Değer kavramı: Bu değerlendirme raporu, alıcıları için Şirket Değerinin yaklaşık değerini göstermektedir. Değer kavramı, değerlemeye konu Şirket'in tarafından makul ölçüler çerçevesinde sonuçlandırılabilen en olası fiyat anlamına gelmektedir. Bu anlamda değer, alıcı ve satıcıların üzerinde uzlaşmaya varacakları varsayımsal (takdiri) fiyatı temsil etmektedir.



## DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI VE YÖNTEMLERİ

**b) Değerleme Yaklaşımları:** Şirket değerlemesinde 3 farklı yaklaşım kullanılmaktadır ve bu yaklaşımlar aşağıda özetlenmiştir.

I. Pazar Yaklaşımı: Pazar yaklaşımı, değerlendirme konusu şirketi, piyasada satılmış benzer nitelikteki şirketlerle, şirket mülkiyet haklarıyla ve menkul kıymetlerle karşılaştırmaktadır. Pazar yaklaşımında kullanılan veri kaynakları arasında en sık kullanılan üçü, benzer nitelikteki şirketlerin mülkiyet haklarının alınıp satıldığı halka açık hisse senedi piyasaları, şirketlerin blok satışının yapıldığı piyasalar ve değerlendirme konusu şirketin mülkiyetine yönelik daha önceden gerçekleştirilmiş işlemlerdir. Pazar yaklaşımında, benzer nitelikteki şirketlerle yapılan karşılaştırmaların makul bir esası olmalıdır. Bu benzer nitelikteki şirketler, değerlendirme konusu şirket ile aynı sektörde veya aynı ekonomik değişkenlere bağlı olan bir sektörde olmalıdır. Bu karşılaştırma anlamlı bir şekilde gerçekleştirilmeli ve yanıltıcı olmamalıdır.

II. Varlık Yaklaşımı: Şirket değerlemelerinde varlık esaslı yaklaşım, farklı varlık tipleri için kullanılan maliyet yaklaşımı ile benzer niteliklere sahiptir. Varlık esaslı yaklaşımın temeli, ikame prensibine dayalıdır, yani bir varlığın değeri, o varlığı oluşturan parçaların tamamının yenilenmesi maliyetinden daha fazla olmayacaktır. Varlık esaslı yaklaşımın uygulanmasında maliyet esaslı bilanço yerine, maddi olan ve olmayan tüm varlıklar ve borçlar "pazar değeri" veya uygun olan bir başka cari değer üzerinden hesaplanmış bir bilanço kullanılmaktadır. Burada vergilerin de göz önüne alınması gerekebilir. Eğer pazar veya tasfiye değerleri uygulanırsa satış maliyetleri ile diğer giderlerin de dikkate alınması gerekmektedir.

## DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI ve YÖNTEMLERİ

III. Gelir Yaklaşımı: Gelir Yaklaşımı, bir şirketin, şirket mülkiyeti hakkının veya menkul kıymetin değerini, gelecekteki kazançların bugünkü değerini hesaplayarak takdir eder. En sık başvurulan iki gelir yaklaşımı yöntemi, doğrudan gelir indirgeme ve indirgenmiş nakit akışı analizi (ve/veya temettü) yöntemidir. İndirgeme oranı, kullanılan gelir tanımı için uygun olmalıdır. Gelirin doğrudan indirgenmesinde bir temsili gelir seviyesi, geliri değere dönüştürmek amacıyla bir indirgeme oranına bölünür veya bir gelir çarpanıyla çarpılır. Teoride gelir, bir çok farklı gelir ve nakit akışı tanımı şeklinde olabilir. Uygulamada ise ölçülen gelir genelde ya vergi öncesi gelirdir ya da vergi sonrası gelirdir. İndirgenmiş nakit akışı analizi (ve/veya temettü) yönteminde nakit akımları, gelecekteki her bir dönem için ayrı ayrı tahmin edilir.

Bu nakit akımları daha sonra şimdiki değer teknikleri kullanılarak bir iskonto oranının uygulanmasıyla değere dönüştürülür. Bir çok nakit akışı tanımı kullanılabilir. Uygulamada genellikle, net nakit akışı (hissedarlara dağıtılabilecek nakit akışı) veya gerçekleşen temettüler (özellikle azınlık konumundaki hissedarların durumunda) kullanılmaktadır.

## DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI VE YÖNTEMLERİ

**c. Değerleme Çalışmasında Kullanılan Yöntemler:** Pazar değerini tahmin etmek amacıyla en sık kullanılan yaklaşımlar arasında gelir indirgeme yaklaşımı, varlık esaslı (maliyet) yaklaşım ve emsal karşılaştırma yaklaşımı yer almaktadır. Değerleme çalışmamızda Varlık Esaslı Yaklaşımlar'dan Net Aktif Değeri Yöntemi, Emsal Esaslı Yaklaşımlar'dan Karşılaştırılabilir Şirket Değeri Yöntemi ve Gelir Esaslı Yaklaşımlar'dan İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi kullanılmıştır.

**I. Net Aktif Değeri Yöntemi:** Net Aktif Değer, en basit şekilde varlıkların cari piyasa koşullarında satılmaları durumunda elde edilecek nakit miktarı olarak tanımlanabilir. Varlıkların elde tutulmayıp, normal koşullar altında satılmaları durumunda sağlanacak gelirlerden, yapılan giderlerin çıkarılması ile net aktif değere ulaşılmaktadır. Diğer bir deyişle, varlıkların tarihi maliyetlerinin cari değerlere dönüştürülmesiyle bulunmaktadır.

**II. Karşılaştırılabilir Şirket Değeri Yöntemi:** Şirketin değerlemesinde aynı sektördeki faaliyet konusu benzer şirketlerin çeşitli finansal rasyolarının ortalamaları ve/veya sektöre özgü geçmişte gerçekleşmiş işlemlerde oluşan rasyolar dikkate alınarak değer tespit edildiği bu yöntem karşılaştırılabilir şirket analizi ve karşılaştırılabilir işlemler analizi olarak iki ayrı şekilde gerçekleştirilmektedir. Karşılaştırılabilir şirket analizinde, değerlendirme yapılan şirketin mali tabloları benzer şirketlerin finansal rasyoları ile karşılaştırılmaktadır. Benzer şirketlerin hisse değerleri bulunmakta ve bu şirketlerin finansal oranları analiz edilerek bu veriler şirketin verileri ile karşılaştırılmaktadır. Karşılaştırılabilir işlemler analizi yönteminde ise benzer şirketlerin yurtiçinde ve dünyada gerçekleşmiş satış işlemleri araştırılmakta, bu işlemlerde oluşan finansal rasyolar analiz edilmekte ve analiz sonuçları şirketin büyüklüğü ile karşılaştırılmaktadır.

Bu yöntemde şirketlerin faaliyet gösterdiği veya satış işleminin gerçekleştiği özel koşullar açıklanmamış olabileceğinden çıkan neticeler dikkatle değerlendirilmelidir.

## DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI VE YÖNTEMLERİ

III. İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi: İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi'nde nakit akımları, gelecekteki her bir dönem için ayrı tahmin dılmıştır. Bu akımlar daha sonra şimdiki değer teknikleri kullanılarak bir iskonto oranının uygulanmasıyla değere dönüştürülmüştür. İndirgeme oranları ile iskonto oranları, pazardan elde edilen oranlar olup bir fiyat çarpanıyla (halka açık borsa şirketleri veya işlemlerin verilerinden elde edilen) veya bir faiz oranıyla (alternatif yatırım verilerinden elde edilen) ifade edilmektedir. Beklenen gelir veya kazançlar, kazançların beklenen büyümesini ve zamanlamasını, bu kazançların akışıyla ilgili riskleri ve paranın zaman açısından değerini göz önüne alan hesaplamalar kullanılarak değere dönüştürülür. Beklenen gelir veya kazançlar, şirketin sermaye yapısı ve geçmişteki performansı ile şirketin gelecekte beklenen görünümü ve sektörel ve ekonomik faktörler göz önünde bulundurularak tahmin edilmektedir. Gelir yaklaşımı, geliri belli bir değere dönüştürmek amacıyla indirgerken bir indirgeme oranının, nakit akışını indirgerken de bir iskonto oranının kullanılmasını zorunlu kılmaktadır. İskonto kullanılan indirgeme yaklaşımlarında beklenen büyüme, gelecekteki kazanç akışının tahmininde dikkate alınmalıdır. İskonto kullanmayan indirgeme yaklaşımlarında ise beklenen büyüme, indirgeme oranına dahil edilir. İndirgeme oranı veya iskonto oranı, kullanılan beklenen kazanç tipleri ile tutarlı olmalıdır. Tahmini gelir, nominal esaslar ile (cari fiyatlar) ifade edilirken nominal oranlar kullanılmalıdır ve tahmini gelir gerçek esaslarla (denge fiyatlar) ifade edilirken de gerçek oranlar kullanılmalıdır.

# FİNANSAL TABLOLAR

Şirket'in yürürlükteki vergi kanunlarına göre tutulan denetimden geçmemiş yasal kayıtları üzerinden hazırlanmış finansal tabloları aşağıdaki gibidir:

**TEKAS PROJE TEKNOLOJİ YATIRIMLARI İNŞAAT DANIŞMANLIK A.Ş.**  
Finansal Durum Tablosu (TL)

<b>VARLIKLAR</b>	<b>30.06.2018</b>	<b>31.12.2017</b>	<b>31.12.2016</b>
<b>Dönen Varlıklar</b>			
Nakit ve Nakit Benzerleri	2.529	19.440	3.595
Ticari Alacaklar	111.805	59.000	-
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	111.805	59.000	-
Stoklar	21.234	6.234	6.234
Peşin Ödenmiş Giderler	63.750	63.750	63.750
Diğer Dönen Varlıklar	28.234	22.476	26.438
<b>TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>227.552</b>	<b>170.900</b>	<b>100.017</b>
<b>Duran Varlıklar</b>			
Maddi Duran Varlıklar	47.542	47.542	47.542
<b>TOPLAM DURAN VARLIKLAR</b>	<b>47.542</b>	<b>47.542</b>	<b>47.542</b>
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>275.094</b>	<b>218.442</b>	<b>147.559</b>

# FİNANSAL TABLOLAR

TEKAS PROJE TEKNOLOJİ YATIRIMLARI İNŞAAT DANIŞMANLIK A.Ş.  
Finansal Durum Tablosu (TL)

KAYNAKLAR	30.06.2018	31.12.2017	31.12.2016
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>			
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	21.916	10.590	4.095
Diğer Borçlar	327.471	300.000	-
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	325.000	300.000	207.636
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	2.471	-	1.480
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	10.287	1.290	1.688
<b>TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>359.674</b>	<b>311.880</b>	<b>214.899</b>
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	-	-	-
<b>TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>	<b>(84.580)</b>	<b>(93.438)</b>	<b>(67.340)</b>
Ödenmiş Sermaye	50.000	50.000	50.000
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	(143.438)	(117.340)	(92.924)
Net Dönem Karı/Zararı	8.858	(26.098)	(24.416)
<b>TOPLAM ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>(84.580)</b>	<b>(93.438)</b>	<b>(67.340)</b>
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>275.094</b>	<b>218.442</b>	<b>147.559</b>

# FİNANSAL TABLOLAR

TEKAS PROJE TEKNOLOJİ YATIRIMLARI İNŞAAT DANIŞMANLIK A.Ş.  
Kar veya Zarar ve Diğer Kapsamlı Gelir Tablosu (TTL)

	30.06.2018	31.12.2017	31.12.2016
<b>KAR VEYA ZARAR KISMI</b>			
Haslat	44.749	50.000	-
Satışların Maliyeti (-)	-	-	-
<b>BRÜT KAR/ZARAR</b>	<b>44.749</b>	<b>50.000</b>	-
Genel Yönetim Giderleri (-)	(35.891)	(75.972)	(23.346)
Pazarlama Giderleri(-)	-	(625)	-
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	-	499	-
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-	-	(1.070)
<b>ESAS FAALİYET KARI/ZARARI</b>	<b>8.858</b>	<b>(26.098)</b>	<b>(24.416)</b>
Finansman Gelirleri	-	-	-
Finansman Giderleri (-)	-	-	-
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/ZARARI</b>	<b>8.858</b>	<b>(26.098)</b>	<b>(24.416)</b>
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	-	-	-
Dönem Vergi Gideri/Geliri	-	-	-
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	-	-	-
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI</b>	<b>8.858</b>	<b>(26.098)</b>	<b>(24.416)</b>
<b>DÖNEM KARI/ZARARI</b>	<b>8.858</b>	<b>(26.098)</b>	<b>(24.416)</b>

## DEĞERLEME ÇALIŞMASI

### Varlık esaslı yaklaşım:

Yapmış olduğumuz değerlendirme çalışmasında şirketin sahipliğinde bulunan patentlere ilişkin değerlendirme yaklaşımımız varlık esaslı değerlendirme olmuştur. Varlık esaslı yaklaşımda; Maddi ve maddi olmayan bütün varlıklar ve borçlar *Pazar Değeri* veya uygun bir defter değeri ile bilançoda gösterilir. İşletmenin sürekliliği varsayımı ile değerlendirilen bir faal şirket ile ilgili bir görevde bu yaklaşım kullanıldığında elde edilen değer, diğer yaklaşımın veya yaklaşımların değer takdirleri ile beraber dikkate alınmalıdır.

Varlık esaslı yaklaşımın temeli, ikame prensibine dayalıdır, yani bir varlığın değeri, o varlığı oluşturan parçaların tamamının yenilenmesi maliyetinden daha fazla olmayacaktır.

Varlık esaslı yaklaşımın uygulamasında maliyet esaslı bilanço yerine, maddi olan ve olmayan tüm varlıklar ve borçlar *Pazar Değeri* veya uygun olan bir başka cari değer üzerinden hesaplanmış bir bilanço kullanılmaktadır. Burada vergilerin de göz önüne alınması gerekebilir. Eğer pazar veya tasfiye değerleri uygulanırsa satış maliyetleri ile diğer giderlerin de göz önüne alınması gerekebilir.



## DEĞERLEME ÇALIŞMASI

Tasfiye değeri, bir işletmenin işleyen teşebbüs değeri kavramından farklı bir değer kavramıdır. Sürekli büyüyen ve karlı bir sektörde tasfiye değeri, işleyen teşebbüs değerinden daha küçük olmaktadır. Çünkü işleyen teşebbüs değeri, tasfiye değerinden farklı olarak işletmedeki entelektüel sermaye, şirket imajı, marka değeri gibi maddi olmayan unsurların değerini de içermektedir. Tasfiye değeri, şirketin bir bütün olarak işleyişinin içinde anlamı olan, para ile ifade edilemeyen organizasyon sermayesinin değerini ihmal eder. Çünkü Tasfiye Değeri, şirketi işleyen bir teşebbüs olarak değerlendirmekten ziyade parça parça satılacak varlıklar toplamı olarak değerlemektedir .

Şirketin 30.06.2018 tarihi itibarıyla değerlendirme öncesi denetlenmemiş mali tablolarında yer alan özkaynaklarının toplam tutarı aşağıda ki gibidir;

ÖZKAYNAKLAR	30 Haziran 2018	31 Aralık 2017	31 Aralık 2016
Ödenmiş Sermaye	50.000	50.000	50.000
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	(143.438)	(117.340)	(92.924)
Net Dönem Karı/Zararı	8.858	(26.098)	(24.416)
<b>TOPLAM</b>	<b>(84.580)</b>	<b>(93.438)</b>	<b>(67.340)</b>

## DEĞERLEME ÇALIŞMASI

Şirket'in 30 Haziran 2018 tarihli finansal tablolara göre düzeltilmiş öz varlık değeri aşağıdaki gibidir:

**ŞİRKET DEĞERİNİN TESPİTİ** **30 Haziran 2018**

30.06.2018 TARİHLİ ÖZKAYNAKLAR (84.580)

PATENT DEĞERLEMESİNDEN KAYNAKLANAN FON 161.676.815

**30.06.2018 TARİHLİ ŞİRKET DEĞERİ** **161.592.235**

(\* ) Şirketin patent değerlemesine ilişkin yapılan değerlendirme çalışması raporumuzun sınırlayıcı koşullar kısmında açıklandığı üzere 24.02.2014 tarihinde yapılan değerlendirme raporuna istinaden ortaya çıkan USD değeri üzerinden yapılmıştır. İlgili değerlendirme tutarına ilişkin yapılan değerlendirme tarihinin raporumuzun tarihi itibarıyla olması tavsiye edilmektedir.

## DEĞERLEME ÇALIŞMASI

Şirket adına tescil edilmiş patentin 30 Haziran 2018 tarihli itibarıyla USD döviz kuruna endeksleyerek hesaplandığımız 161.676,815-TL Şirket'in düzeltilmiş özkaynak hesaplamasında ilave edilmiştir. Söz konusu patent için ödenen başvuru harcı vb. harcamalar kayda değer tutarlar olmadığından bu hesaplamada dikkate alınmamıştır .

<b>Patent No</b>	<b>2013/14937</b>
Bilirkişi Raporu Tarihi	24 Şubat 2014
Değerleme Tutarı	35.450.000 USD
Bilirkişi Rapor Tarihindeki USD Kuru (24 Şubat 2014) (*)	2,1972
Değerleme Bedelinin TL Karşılığı	77.890.740 TL
Rapor Tarihindeki USD Kuru (30 Haziran 2018) (*)	4,5607
<b>Rapor Tarihindeki Değerleme Bedelinin TL Karşılığı</b>	<b>161.676.815 TL</b>

## DEĞERLEME ÇALIŞMASI

### Karşılaştırılabilir Şirket Değeri Yöntemi:

Karşılaştırılabilir Şirket Değeri Yöntemi'nde, değerlemeye konu şirket ile benzer faaliyet yapısında olan şirketler gruplandırılarak, bu şirketlerin verileri üzerinden piyasa çarpanları hesaplanmaktadır. Bulunan piyasa çarpanlarının değer tespiti yapılan şirketin finansal performansına göre düzeltilmesi ile şirket değeri bulunmaktadır.

Ancak BİST pazarlarında işlem gören borsaya kote şirketler arasında Şirket ölçөгüne benzer büyüklükte karşılaştırılabilir bir şirket bulunmaması nedeniyle, göre emsal karşılaştırma yaklaşımı uygulanamamıştır.

### Gelir İndirgeme Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları (iNA) Analizi Yöntemi:

Şirket'in devam eden faaliyetinden elde edilen nakit akışı ve Şirket'in değerini oluşturan diğer unsurlar üzerinde yaptığımız değerlendirmeler sonucunda, İNA Analizi yöntemi sonucunda bulunacak değerin Şirket'in piyasa rayicini yansıtmayacağı kanaatine varılmıştır. Bu nedenle bu yöntem uygulanmamıştır. Şirket'in İNA Yöntemi'ne değeri tespit edilirken kullanılan varsayımlardan ve hesaplamalardan borçlanma maliyeti şirketin borçlanmasının düşük olması, ve satış gelirlerine ilişkin değerlendirme de satış gelirlerinin ilgili patenette ilişkin faaliyet konusunun dışında olması, ve belirli bir projeksiyon nakit akışının olmaması nedeniyle İNA uygulanmasının yeterli olamayacağı kanaatine varılmıştır.

## DEĞERLEME SONUÇLARI

**TEKAS PROJE TEKNOLOJİ YATIRIMLARI İNŞAAT DANIŞMANLIK A.Ş.** nin 30 Haziran 2018 tarihi itibarıyla piyasa değeri Rapor'un ilgili bölümlerinde belirtilen varsayımlar ve sınırlayıcı koşullar altında "Varlık Esaslı Değerleme Yöntemi"ne göre hesaplanmıştır.

### DEĞERLEME YÖNTEMİ **30 Haziran 2018**

**Karşılaştırılabilir Şirket Değeri Yöntemi** UYGULANMAMIŞTIR

**Gelir İndirgeme Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları (iNA) Analizi Yöntemi:** UYGULANMAMIŞTIR

**Varlık esaslı yaklaşım** **161.592.235**

### 30.06.2018 TARİHLİ ŞİRKET DEĞERİ **161.592.235**

Değerleme çalışmalarında en verimli ve en iyi kullanım esası temel alındığından, nihai değerin belirlenmesinde yaygın uygulama, kullanılan değerleme yöntemleri arasında, değerlemeye konu Şirket'in faaliyet yapısına en uygun olan yöntemin seçilmesi veya elde edilen sonuçların, güvenilirlik düzeyi dikkate alınması yönündedir.

## DEĞERLEME SONUÇLARI

Şirket değerinin tespitinde Şirket'e ait olan patentin 24.02.2014 tarihli Lider Fikri Mülkiyet Hizmetleri Ltd.Şti'ye ait değerlendirme raporunda belirtilen değerlendirme tutarı dikkate alınmış olup, Şirketin değerinin belirlenmesinde işbu rapora yakın tarihli patent değerinin tespitinin yapılması önerilmektedir.

Görüşümüze göre, Tekaş Proje Teknoloji Yatırımları İnşaat Danışmanlık A.Ş.' nin pazar değerini gerçekçi biçimde ifade ettiğini düşündüğümüz rakam Varlık Esaslı Değerleme Yöntemine göre hesaplanmış olup, bu tutar yaklaşık 161.592.235 TL'dir.

03.Ağustos.2018

**TANER DİZDAR – KURUCU ORTAK**  
**YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİR**

**ERTA BAĞIMSIZ DENETİM VE YMM LTD.ŞTİ.**

An associate of Praxity Global Alliance

**ERTA BAĞIMSIZ**  
**DENETİM YMM LTD.ŞTİ.**

**Praxity™**  
GLOBAL ALLIANCE OF  
INDEPENDENT FIRMS

